

「積極財政」をより積極化する中国

2020年後半の中国経済において、景気刺激策は重要な役割を果たすことになる。財政政策を見ると、地方政府債の発行が加速し、特別国債の発行も予定されている。リーマンショックの際は景気刺激が行過ぎて後遺症に苦しんだこともあり、今回の対応が注目される。

地方政府債の発行加速

2020年後半の中国経済を見る上で、景気刺激策の役割が重要になっている。ここでは主に発行が加速している地方債等を中心に財政政策の動向を見る。

新型コロナウイルス感染症拡大の影響に対する財政政策面の動きを見ると、当初の医療費補助や感染防止抑制の物資・施設への財政支出（緊急対応）、企業に対する減免税・諸費用引下げの措置¹⁾（生産再開支援）に加えて、国内の失業増・収入減や海外景気悪化から内外需の減少が予想されることから、需要面のテコ入れ措置が採られている²⁾。具体的には、地方債の発行前倒しや輸出増値税の還付率の引上げ（3月）等の措置がある。3月の中共中央政治局会議では、穏健な金融政策をより柔軟にするとともに「積極財政をより積極的にする」として、景気刺激色が鮮明になった³⁾。

今後を見る上では、まず、景気に対して即効性のあるインフラ投資に関連する地方政府専項債（レベニュー債）が注目される⁴⁾。専項債で調達した資金は、収益のあるプロジェクト（有料道路等）に利用され、収益から償還される。このため財政赤字には含まれない。

20年の専項債の資金の用途は、重要インフラプロジェクト建設とされている。具体的には、交通、エネルギー、農林・水利、生態環境保護、生活サービス、コールドチェーン物流、都市行政と工業団地の7分野である。これらに、疫病防止抑制等の要因を考慮して、都市の古い居住区の改造、応急医療、公共衛生、職業教育、都市エネルギー・ガス供給等の都市インフラが加えられ、さらに「新型インフラ建設」（後述）を加速するこ

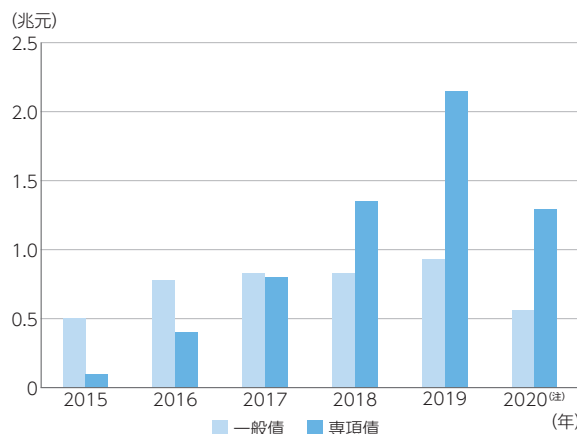
とになっている。

一方、土地（使用权）購入と不動産関連プロジェクトへの資金の使用は原則として禁止されている⁵⁾。4月の政治局会議でも、住宅は住むものであり投機するものではない、との立場が繰り返されており、不動産投資に対する慎重な態度が依然としてうかがえる。

実際の動きを見ると、2月に20年の地方政府債務の新規増加枠8,480億元が前倒しで認められた⁶⁾。一般債（財政赤字分）が5,580億元、専項債が2,900億元である。既に19年中に1兆元の専項債枠が前倒しされていることから、合計で1兆8,480億元（うち専項債は1兆2,900億元）の枠が前倒しで認められたことになる（図表）。また、専項債についてはさらなる前倒しも予定されている。20年の専項債発行額は、19年の2.15兆元に対して3.5兆元前後と市場では予想されている。

3月末時点の専項債発行状況を見ると、前倒し発行枠1.29兆元のうち1.08兆元が既に発行済みである。調達資金は、すべて上述の重要インフラプロジェクト建設に利

図表 地方政府債の発行規模



(注) 新規調達分、予算ベース。2020年は前倒し分のみ
(出所) 各年の政府予算報告、報道を基に野村総合研究所作成

NOTE

- 1) 企業の社会保険の保険料減免もある。
- 2) 金融政策では、重点産業や中小企業への低利資金の提供、貸出金利の低め誘導等がある。
- 3) 全国人民代表大会（全人代）では、20年の財政赤字比率（対名目GDP比）について、3%を大きく上回る目標が設定されると見られる。19年の目標は2.8%であり、20年については、コロナ感染拡大以前から「経済成長率6%」保持のために、3%以上への引上げが議論されていた。
- 4) 第1四半期の経済指標を見ても、固定資産投資は1-2月の前年同期比-24.5%から1-3月は同-16.1%へ、インフラ・不動産部門を中心に減少幅が縮小している。
- 5) 上述の都市の古い居住区の改造は例外である。
- 6) 従来、3月の全人代で地方政府債の発行限度が決定されていたため、前半にほとんど地方債が発行されず、地方のプロジェクト等の資金調達が難しくなる弊害が生じていた。このため、19年から前年実績に基づいて一部を前倒しで認めるようになっていた。
- 7) 報道では、5G基地局建設、超高压送電線、都市間高速鉄道と都市鉄道交通、新エネルギー自動車充電スタンド、ビッグデータセンター、AI、産業のインターネットがよく挙げられる。これらの規模は2020年で1兆元から数兆元と言われる。
- 8) 脚注7) 参照。
- 9) 4月17日の同会議では抗疫特別国債となっている。
- 10) 調達資金を資産化する例としては、商業銀行の資本金の増強（例えば商業銀行の発行する永久債の購入）、政策性銀行の資本補充、中小企業援助のための国家融資担保基金の資本金の補充等が挙げられている。一方、医療設備等の購入といった用途先の予想もある。

用されている。そのうち、1,300億元は重要プロジェクトの資本金となっている。19年6月に専項債発行で調達した資金を、重大公益プロジェクトの資本金として利用することが許可されたことを受けたもので、これには重大公益プロジェクトに民間資本の参加を導く意図がある。

新型インフラ建設は、新しい資金用途として注目されている。中国政府は、18年の経済工作会議以降、伝統的なインフラ（鉄道、高速道路等）と対比する形で、新型インフラに度々言及してきた。最近では20年4月に、国家発展改革委員会が、新型インフラを、情報インフラ（5G、IoT、工業のインターネット、AI、クラウドコンピューティング、ブロックチェーン、データセンター等）、融合インフラ（スマート交通インフラ等）、革新インフラ（科学研究・技術開発）と定義した⁷⁾。

産業高度化を目指す新型インフラに対する期待は大きいものの、現時点では新しい分野であるため規模が小さく⁸⁾、足元での短期的な景気刺激効果はあまり大きくないと見られる。やはり、景気刺激の点では、伝統的なインフラ建設が一定の役割を果たすことになる。

ここで、専項債で調達した資金が不動産開発等に流用されたり、償還財源がプロジェクトの収益というよりも地方政府の土地の譲渡収入であったりという問題が、従来から指摘されている点に注意が必要である。景気回復を急ぐ中で、どの程度こうした問題をチェックできるかが重要となる。

13年ぶりの特別国債発行

次に、特別国債である。3月の政治局会議は特別国債の発行を打ち出した⁹⁾。

特別国債は、特定の目的やプロジェクトのために発行される国債である。過去の発行例を見ると、98年にアジア通貨危機を受けて発行され、金融リスクへの対応能力を高めるために4大国有銀行の資本金補充に使用された（2,700億元）。07年には中国投資公司（CIC、外貨準備の一部を運用するために設立された国有会社）設立の資本金に使用された（1.55兆元）。これらの特別国債は、配当金等が償還財源になっており、財政赤字には計上されていない。

今回の特別国債の金額と調達資金の用途は4月末時点で未定だが、規模は1兆元超との予想が多い。過去と同様に財政赤字に計上されない形であれば、金融機関や中央政府のプロジェクトの資本金となりコロナ感染関連対策に利用されること等が考えられる¹⁰⁾。

中国政府が雇用安定、ひいては社会安定を最重要視していることを考えれば、現在の世界規模での危機時に、国債や地方債の発行を含む大規模な景気刺激策を打つことに不思議はない。大規模な刺激策としては、リーマンショック時に採られた08年の4兆元の刺激策とその後長らく続いた不良債権・設備過剰と金融リスク問題の後遺症が想起される。この時の反省もあり、中央政府は、景気刺激策の資金用途については、かなり慎重であるが、地方政府レベルでの実際の運用にはなお注意が必要と思われる。

Writer's Profile



神宮 健 Takeshi Jingu
金融イノベーション研究部
上席研究員
専門は中国経済・金融資本市場
focus@nri.co.jp